

Julius Bär

CIO Weekly

Gedanken zum Frühsommer



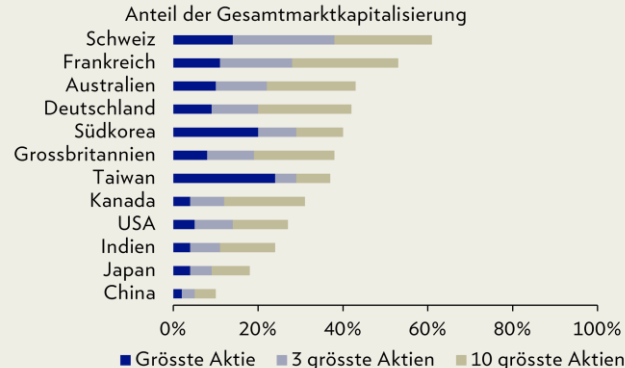
Taktisches Asset-Allocation-Umfeld von Julius Bär: Expansion (1)

Ausgewogene Vermögensverwaltungs-Portfolios (EUR)

Liquidität	8%	Bestätigt*
Fixed Income	36%	Bestätigt*
Aktien	52%	Bestätigt*
Alternative Anlagen	4%	Bestätigt*

Änderungen seit dem 25.06.2024; *aktive Entscheide

Grafik der Woche: USA vergleichsweise wenig konzentriert



Zusammenfassung

- Die Marktpformance wurde in der ersten Jahreshälfte 2024 bei Anleihen stark von Hochzins- und Schwellenländertiteln getrieben; bei Aktien waren die US-Tech-Giganten der wesentliche Treiber.
- Die Portfoliokonstruktion sollte darauf ausgerichtet sein, diese konzentrierten Markrenditen zu erfassen. Unsere Portfolios sind so aufgebaut, dass wir unser Risikobudget auf die Aktienausswahl ausrichten und Stil- sowie Sektorengagements minimieren, was

uns im aktuellen Umfeld besonders zugutekommt.

- Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte steht die Politik im Vordergrund. Europäische Aktien haben die Hauptlast der Ungewissheit bereits zu spüren bekommen, die sich aus der offenbaren politischen Verschiebung der Region hin zu den Extremen ergibt, insbesondere im Hinblick auf die überraschenden Parlamentswahlen in Frankreich.
- In den USA stellte die erste Präsidentschaftsdebatte den Antritt zur Wiederwahl von Präsident Biden infrage, was die Renditen von US-Staatsanleihen ansteigen liess.
- Dennoch gehen wir davon aus, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen 2024 wieder in Richtung 3.5% fällt, bevor die langfristige Anleihenbaisse ab 2025 wieder einsetzen dürfte.
- Zurzeit sind die Anleihenrenditen nach wie vor attraktiv, und zwar unabhängig von der Unterstützung durch sinkende Zinsen und rückläufige Kreditspreads bei risikoreicheren Emissionen.
- Der Boom der künstlichen Intelligenz (KI) war einer der Haupttreiber der aktuellen Aktienhauses. Aus Anlegersicht ist die Schlüsselfrage zurzeit, ob dieser Trend sein derzeitiges Tempo halten kann. Wir gehen davon aus, dass es über kurz oder lang auch hier unweigerlich zu den üblichen Zyklen kommt, in denen sich Euphorie und Panik abwechseln.

Eine exklusive erste Jahreshälfte

In der ersten Jahreshälfte vermochten an den Märkten nur wenige Gewinner zu glänzen. An den Anleihenmärkten boten nur die risikoreicheren Segmente der Hochzins- und Schwellenländertitel attraktive Erträge, die denjenigen von risikofreien Anlagen, d. h. Geldmarkteinlagen, nahekamen. Hochzins- und Schwellenländeranleihen profitieren von

einer sehr günstigen Angebots- und Nachfragesituation, da ihr Angebot im Gegensatz zu Staatsanleihen nicht mehr steigt; die Neuemissionen lösen lediglich die auslaufenden Anleihen ab. Vor allem bei Hochzinsanleihen scheint die aufstrebende Anlageklasse Private Debt das Wachstum zum Stillstand gebracht zu haben, nachdem der Markt für US-Hochzinsanleihen 2010 bei rund USD 1.2 Billionen einen Höchststand erreicht hat. Anlageklassen mit schrumpfendem Angebot schätzen wir grundsätzlich positiver ein.

Was die Aktienmärkte anbelangt, haben wir uns zur begrenzten Anzahl von US-Titeln, die ordentliche Gewinne verzeichnen konnten, bereits ausführlich geäußert und gehen daher nicht mehr näher darauf ein. Im Juni vergrößerte sich diese Kluft weiter: Der S&P 500 Index stieg um 3.6%, während der gleichgewichtete S&P 500 Index um 0.5% fiel. Und dieser Trend setzt sich fort: Bei Redaktionsschluss notierte der S&P 500 auf einem neuen Rekordniveau von 5509 Punkten, was einem Anstieg von 0.9% in den ersten beiden Sitzungen des Quartals entspricht, während der gleichgewichtete Index in diesen beiden Tagen um 0.7% nachgab. Wie unsere treuen Leserinnen und Leser wissen, sind wir nicht der Meinung, dass ein Markt mit nur wenigen Performance-Spitzenreitern per se ungesund ist; in der Vergangenheit wurde ja die realisierte Aktienrisikoprämie von weniger als 10% der Aktien generiert, die in den Largecap-Indizes enthalten sind. Dass die fünf oder zehn grössten US-Aktien so stark zu Buche schlagen, wird zwar oft erwähnt, im Vergleich zu anderen Aktienmärkten – besonders der Schweiz – weist der US-Markt jedoch keine besonders hohe Konzentration auf (siehe Grafik der Woche).

Portfolios sollten so konstruiert sein, dass sie unabhängig von der Anzahl der gewinnbringenden Aktien ähnliche Renditen wie der Gesamtmarkt erwirtschaften. Die Gewinner konzentrieren sich derzeit in den USA und innerhalb dieses Marktes auf zwei Sektoren, insbesondere eine geringe Anzahl von IT-Aktien. Von einer Blase zu sprechen, wäre aber falsch, da ja die Gewinne dieser Unternehmen im Einklang mit dem (zugegebenermassen

beträchtlichen) Anstieg ihrer Marktkapitalisierung ebenfalls gestiegen sind. Auch auf globaler Ebene zeigt sich ein ähnliches Bild: Beim MSCI World Index, der in der ersten Jahreshälfte in USD eine Rendite von 12% erzielt hat, haben nur gerade zwei von elf Sektoren den Gesamtindex übertroffen: IT und Kommunikation. Unsere Portfolios sind so konstruiert, dass wir unser Risikobudget auf die Aktienausswahl ausrichten und Stil- sowie Sektorengagements minimieren, was sich im aktuellen Umfeld besonders gut bewährt.

Der europäische Aktienmarkt, der durch den Euro Stoxx 50 Index abgebildet wird, verzeichnete 2024 zunächst eine Performance von eindrucklichen 13.2% (in USD), bis die Euphorie durch die Wahlergebnisse für das Europäische Parlament in Frankreich abrupt gedämpft wurde: Sie zeigten einen Anstieg des Stimmenanteils für die extreme Rechte und veranlassten Präsident Emmanuel Macron dazu, das französische Parlament aufzulösen und Neuwahlen auszurufen. In der Folge sank die Performance der europäischen Aktien und ging bis zum 30. Juni auf nur noch 7.7% zurück. Auf die Frage, ob dadurch eine «politische Risikoprämie» in Europa entsteht und was das konkret bedeutet, gehen wir später ein. Bei den Vermögenswerten ausserhalb des zentralisierten Finanzsystems stieg Gold um robuste 12.8% und Silber um satte 22.5%. Der CRB-Rohstoffindex legte hingegen nur um 5.7% zu, obwohl der Ölpreis um 12.2% anstieg. Tatsächlich sind die meisten Komponenten des Rohstoffindex gegenüber ihren historischen Höchstständen um mehr als 20% gefallen. Dies bestätigt unsere These, dass derzeit kein Rohstoff-Superzyklus im Gange ist. Allerdings sehen wir Rückenwind für Sachwerte «ausserhalb des Systems», die von Anlegerinnen und Anlegern ausserhalb der G7¹ nachgefragt werden, um ihre Portfolios zu diversifizieren und damit gegen geopolitische Risiken und mögliche westliche Sanktionen zu schützen. Unsere Multi-Asset-Portfolios haben von diesem Umfeld profitiert und im bisherigen Jahresverlauf – je nach Referenzwährung und Risikoprofil – Bruttorenditen zwischen 4% und 11% erzielt.

¹ Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, Grossbritannien und USA

Politik im Mittelpunkt des zweiten Halbjahres

Im Juni gab es zwei Ereignisse, die die Politik für die zweite Hälfte des Jahres 2024 in den Mittelpunkt rückten: die Ankündigung überraschender Parlamentswahlen in Frankreich und die erste Präsidentschaftsdebatte in den USA zwischen Joe Biden und Donald Trump. In Frankreich löste Präsident Macrons Entscheid, die Nationalversammlung aufzulösen und Neuwahlen auszurufen, unerwartete Unsicherheit aus. Viele wiesen auf die Gefahr eines Erstarkens der extremen Rechten hin, und die Ergebnisse der ersten Runde zeigten eine rasche Polarisierung des Landes bei beiden Extremen. Keine der beiden Gruppierungen kann Regierungserfahrung vorweisen, und die Märkte fürchten die Folgen einer populistischen Wirtschaftspolitik, insbesondere in Bezug auf den Staatshaushalt, sollte eine der beiden Gruppierungen tatsächlich die nächste Regierung bilden. Diese Risiken werden aber wahrscheinlich überbewertet und dürften in den nächsten Monaten abklingen, was bei französischen und europäischen Vermögenswerten im kommenden Quartal für attraktive Einstiegspunkte sorgen dürfte.

In den USA wirkte der amtierende Präsident Joe Biden in der CNN-Präsidentschaftsdebatte müde und verwirrt. Viele Beobachter, wie z. B. die New York Times, forderten Biden danach auf, sich im Interesse des Landes im November nicht mehr zur Wiederwahl zu stellen. Bei Redaktionsschluss war immer noch nicht bekannt, wie Biden und seine Partei entscheiden werden. Die Märkte haben jedoch nicht abgewartet: An den beiden Handelstagen nach der Debatte stiegen die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen trotz schwacher Wirtschaftszahlen um 20 Basispunkte. Der Markt scheint eine «Trump-Risikoprämie» aufzubauen, die eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit widerspiegelt, dass der frühere Amtsinhaber des Weissen Hauses im November gewinnt. Der gleitende 12-Monats-Durchschnitt der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen liegt zurzeit bei 4.1%. Nach der historischen Baisse von 2021–2023, während der die Rendite am 23. Oktober 2023 bis auf 5.01% anstieg, befinden wir uns derzeit in einer Phase fallender Renditen, und unsere Prognosen gehen für

2024 von einer Rückkehr auf 3.5% oder sogar darunter aus, bevor die Anleihenbaisse 2025 wieder einsetzen dürfte. Es ist beunruhigend, dass die Renditen noch über dem gleitenden 12-Monats-Durchschnitt liegen. Dennoch sind sie in diesem Ein-Jahres-Fenster attraktiv, und zwar unabhängig von der Unterstützung durch sinkende Zinsen und rückläufige Kreditspreads bei risikoreicheren Emissionen. Wir beobachten die Entwicklung am US-Anleihenmarkt sehr genau, da eine zwischenzeitliche Korrektur am US-Aktienmarkt, die wir als durchaus gesund und sogar begrüßenswert ansehen würden, ebenfalls überfällig ist.

Die KI-Welle

Seit Beginn des zweiten Quartals sind die Aktien in eine Konsolidierungsphase eingetreten – mit Ausnahme des US-Marktes, der sich dank der Tatsache, dass seine Komponenten auf der KI-Welle reiten, gut hält. Zur Erinnerung: Die langfristige Hausse, die im Oktober 2022 begonnen hat, stützt sich auf zwei Säulen: Inflationsrückgang und Investitionen in generative KI. Letztere kamen Ende 2022 in Schwung, als die Öffentlichkeit ChatGPT entdeckte. Alle fragen sich, wo diese Entwicklungen hinführen; die Antwort ist offen. Wir wissen noch nicht, wer unter den Nutzern von KI-Tools die Gewinner sein werden oder wie die Anbieter diese Tools monetarisieren werden. Was wir wissen, ist jedoch, dass ein Wettlauf um den Aufbau der für die Bereitstellung von KI-basierten Diensten erforderlichen Rechenkapazitäten im Gange ist, und dass die grossen US-amerikanischen IT-Plattformen (als Hyperscaler oder FAANMGs² bekannt) diesen Wettlauf offenbar bereits gewonnen und ein Oligopol aufgebaut haben, wodurch sie wohl einen Grossteil der künftigen Gewinne einstreichen werden.

Diese Woche hatte ich die Gelegenheit, ein Podcast-Interview mit dem weltbekannten französischen Wissenschaftler Yann LeCun zu hören, der eine hervorragende Mathematikausbildung in Frankreich genoss und 2018 für seine Arbeit zum Deep Learning den Turing-Preis gewonnen hat. LeCun lehrt an der New York University und ist ausserdem der leitende KI-Wissenschaftler von

² Meta (früher Facebook), Amazon, Apple, Netflix, Microsoft und Alphabet (Google).

Meta. Das Interview ist recht lang, lohnt sich aber auch für Nicht-KI-Spezialisten wie mich. LeCun versteht es hervorragend, komplexe Themen einfach zu erklären, und brilliert mit wertvollem Wissen. Darunter möchte ich insbesondere die Tatsache erwähnen, dass Ende 2022, als die Welt ChatGPT entdeckte, die KI-Expertinnen und -Experten weniger von der Einführung dieser «Chatbox» überrascht waren, sondern vielmehr von der Begeisterung, die sie in der breiten Öffentlichkeit auslöste, die plötzlich die über Jahrzehnte aufgebauten Fortschritte im KI-Bereich wahrnahm. LeCun erklärt, dass Modelle, die auf der Technik der grossen Sprachmodelle basieren, gar nicht denken, sondern nur sehr effizient nach Informationen suchen und damit in Rekordzeit eine Antwort zusammenstellen. Klar ist, dass sich die KI weiter entwickeln und uns immer wieder in Erstaunen versetzen wird. Dieser Prozess wird jedoch nicht linear verlaufen, sondern es wird über kurz oder lang auch hier unweigerlich zu den üblichen Zyklen kommen, in denen sich Euphorie und Panik abwechseln. Und an dieser Stelle sei festgehalten, dass die vorliegende Publikation durch menschliche Intelligenz und nicht durch ChatGPT erstellt wurde.

Kontakt



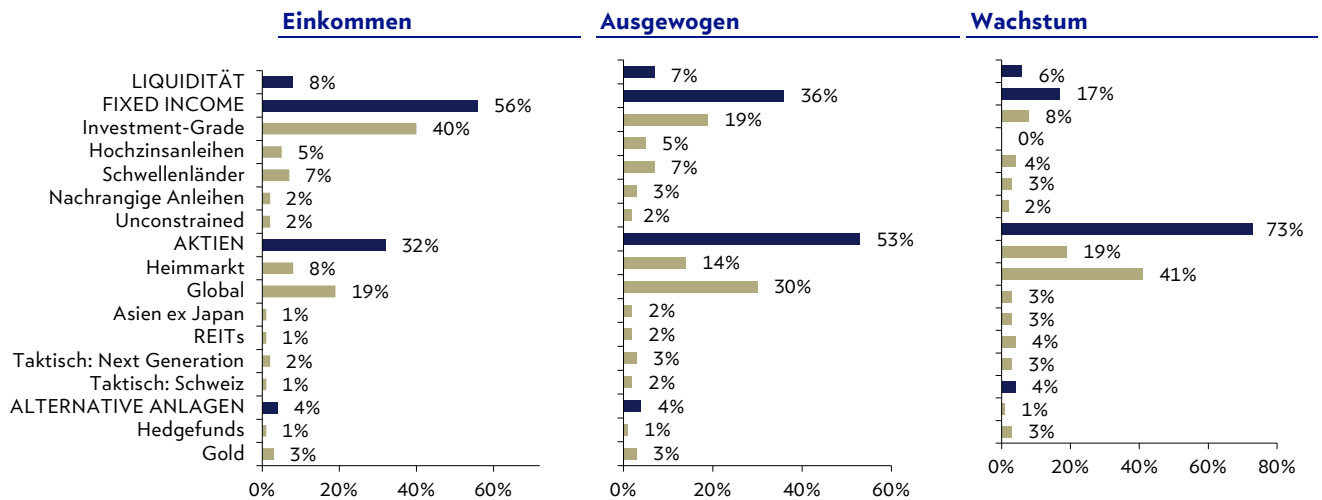
Yves Bonzon
Group Chief Investment
Officer
cio.office@juliusbaer.com

JULIUS BÄR GRUPPE
Hauptsitz
Bahnhofstrasse 36
Postfach
8010 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0) 58 888 11 11
Telefax +41 (0) 58 888 11 22
www.juliusbaer.com

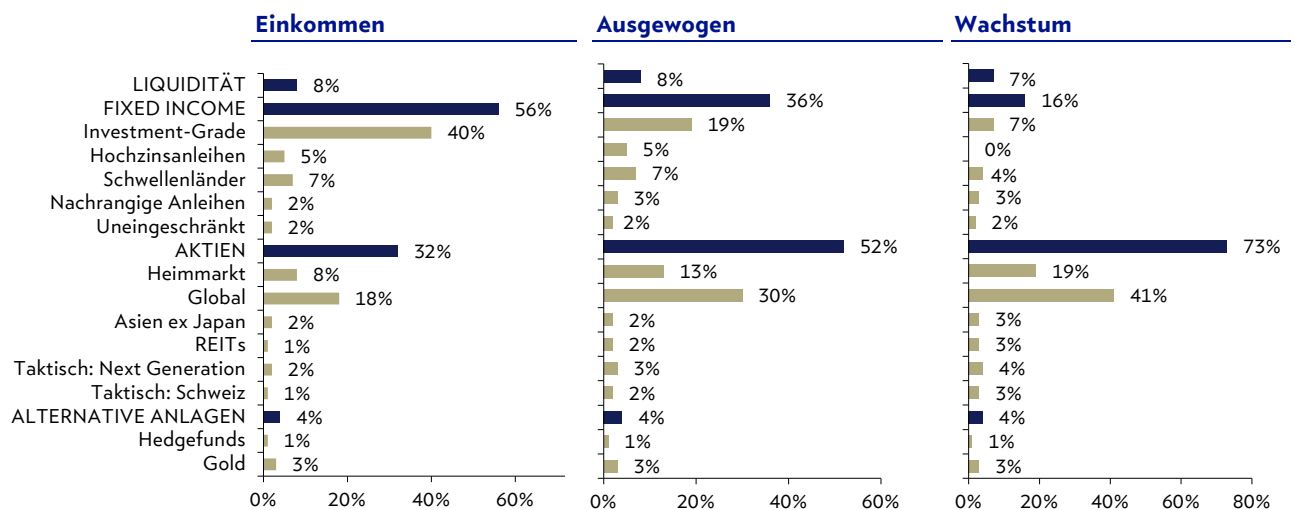
Aktuelle Portfoliostruktur

Die folgenden Tabellen zeigen die aktuellen Gewichtungen der (Unter-)Anlageklassen in unseren Vermögensverwaltungsmandaten für verschiedene Referenzwährungen und Risikoprofile (Einkommen, Ausgewogen und Wachstum).

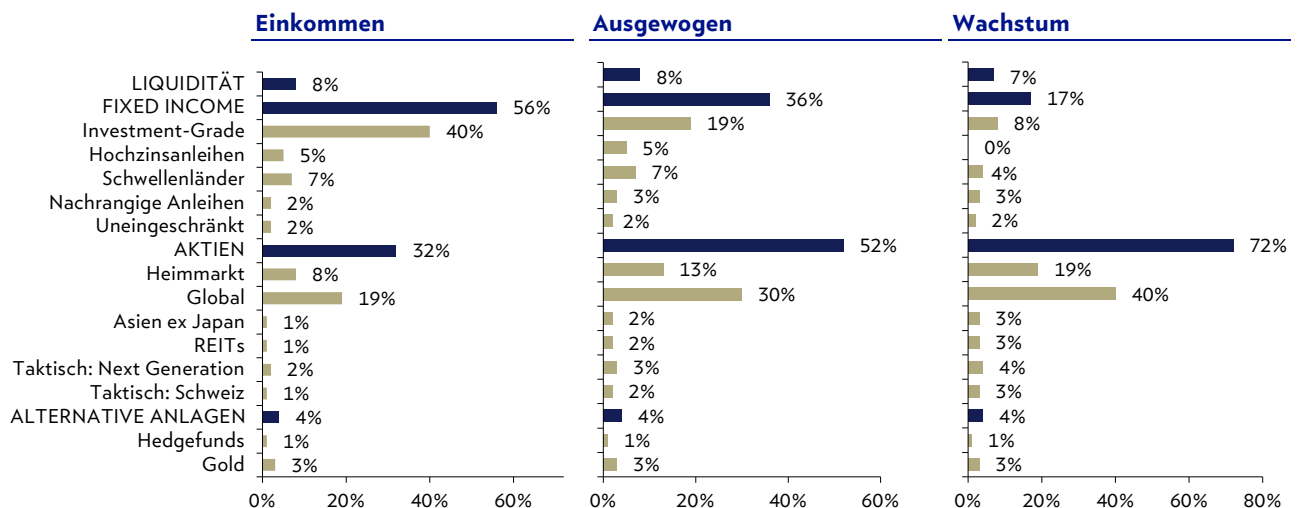
CHF-Mandat, dynamische Gewichtung



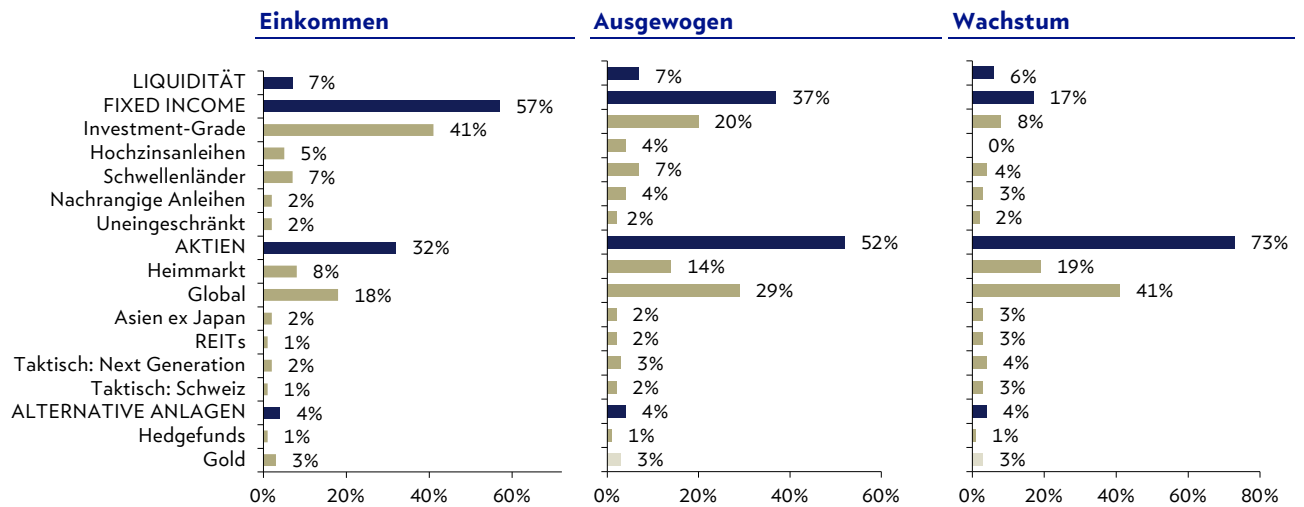
EUR-Mandat, dynamische Gewichtung



USD-Mandat, dynamische Gewichtung

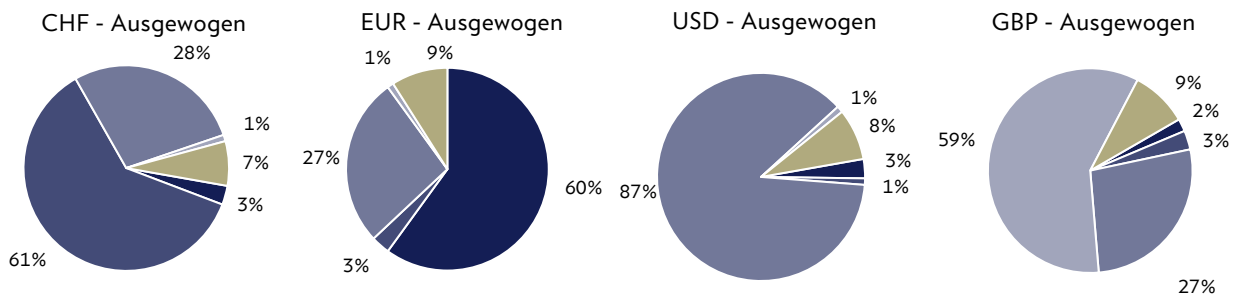


GBP-Mandat, dynamische Gewichtung



Währungsallokation

Dynamische Gewichtung, ausgewogene Portfolios



■ EUR ■ CHF ■ USD ■ GBP ■ Weitere*

Quelle aller Grafiken: Julius Bär, Daten per 02.07.2024.

Hinweis für Vereinigtes Königreich: Diese Allokation bezieht sich auf den Julius Bär Investment Approach, nicht auf den UK Relative Approach.

* 7% Währungen anderer entwickelter Märkte, 2% Währungen aus Schwellenländern (EUR Ausgewogen).

REITs = Real Estate Investment Trusts.

Impressum

Autor

Yves Bonzon, Group Chief Investment Officer,
yves.bonzon@juliusbaer.com¹

¹ bei der Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich angestellt, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen ist und reguliert wird. Dieser Inhalt stellt **Marketingmaterial** dar und ist nicht das Resultat einer unabhängigen Finanz-/Anlageanalyse. Die enthaltenen Informationen und Meinungen stammen von der Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich («Julius Bär»), die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen ist und reguliert wird. Dieser Inhalt kann Informationen von Drittparteien enthalten. **Die vorliegenden Informationen und Meinungen gelten zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Inhalts und können auf zahlreichen Annahmen beruhen und sich daher ohne vorherige Ankündigung ändern.** Dieser Inhalt dient **ausschliesslich Informationszwecken** und versteht sich weder als Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung noch als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und/oder -produkten. Ausserdem stellt er **keine persönliche Empfehlung dar und berücksichtigt keine spezifischen persönlichen Umstände** (wie Anlageziele, finanzielle Situation oder Anlagestrategien). Obwohl die Informationen als richtig und vollständig beurteilt und die Daten in gutem Glauben aus als zuverlässig erachteten Quellen bezogen werden, wird diesbezüglich weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung gegeben. **Soweit dies nach den anwendbaren Gesetzen und/oder Vorschriften zulässig ist, übernimmt Julius Bär keinerlei Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt aus diesem Inhalt entstehen** (einschliesslich Handlungen oder Unterlassungen von Dritten wie Hilfspersonen und/oder Beauftragten von Julius Bär).

Allgemeine Risiken

Der Kurs und der Wert von Anlagen in den in diesem Inhalt erwähnten Anlageklassen sowie die daraus erzielten Einkünfte können sowohl steigen als auch sinken. **Anlegerinnen und Anleger erhalten den angelegten Betrag unter Umständen nicht zurück.** Jede in diesem Inhalt erwähnte Anlageklasse kann mit folgenden Risiken behaftet sein (Aufzählung nicht abschliessend): Marktrisiko,

Kreditrisiko, politisches Risiko und wirtschaftliches Risiko. Ein **Währungsrisiko** besteht, wenn ein Finanzinstrument oder dessen Basiswerte in Währungen ausgestellt sind, die von derjenigen des Wohnsitzes der Anlegerin bzw. des Anlegers abweicht. Die Anlage sowie die Performance können deshalb Währungsschwankungen ausgesetzt sein und ihr Wert kann demnach steigen oder sinken. Anlagen in Schwellenländern sind spekulativ und können erheblich volatiler sein als solche in etablierten Märkten. Dieser Inhalt kann Zahlen enthalten, die sich auf eine Simulation der bisherigen Performance beziehen. **Die bisherige Performance, Simulationen und Performance-Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die zukünftige Performance.**

Wenn eine Offshore-Einheit diesen Inhalt im Vereinigten Königreich vertreibt, wurde er zu dem auf diesem Inhalt angegebenen Datum von Julius Baer International Limited, die von der FCA (FRN 139179) zugelassen ist und reguliert wird, für den Vertrieb im Vereinigten Königreich als Finanzwerbung («Financial Promotion») im Vereinigten Königreich genehmigt. Werden Informationen über eine bestimmte steuerliche Behandlung bereitgestellt, bedeutet dies nicht, dass sie auf die individuellen Verhältnisse des Kunden zutreffen; zudem können diese Informationen Änderungen erfahren. Die Kundinnen und Kunden sind angehalten, bei einer Steuerberaterin oder einem Steuerberater eine unabhängige steuerliche Beratung in Bezug auf ihre individuellen Verhältnisse einzuholen, bevor sie eine Investition tätigen.

Weitere wichtige rechtliche Hinweise (beispielsweise zu Risiken, Nachhaltigkeit oder Informationen von Drittparteien) und länderspezifische Disclaimer im Zusammenhang mit diesem Inhalt finden Sie unter folgendem Link oder QR-Code:

Wichtige rechtliche Informationen

